

Um ajuste fiscal será insuficiente para reduzir os juros e conter a evolução da dívida pública

Nelson Marconi

Professor-adjunto da Escola de Administração de Empresas de São Paulo (FGV EAESP) e coordenador do Centro de Estudos do Novo Desenvolvimento

A eleição se aproxima e o debate sobre os rumos da política fiscal, da inflação e da taxa de juros se intensifica. Alguns analistas entendem que o ajuste fiscal, por si só, causaria uma reversão positiva das expectativas e diminuiria a atual pressão que os gastos públicos vêm exercendo sobre o nível de atividade, levando ao corte da taxa de juros e à redução da inflação. Ainda que o ajuste das contas públicas seja necessário, não parece que seja suficiente para possibilitar a queda da taxa de juros e conter a evolução da dívida pública. Esse é o tema deste artigo.

Primeiro, é importante esclarecer que um ajuste fiscal se faz necessário. Um cardápio que inclua redução de despesas, com mudanças em regras de gastos obrigatórios, redução de subsídios e taxação dos mais ricos deveria integrar um conjunto de

medidas que possibilite ao país reduzir o déficit primário e elevar investimentos públicos, que não deveriam estar sujeitos às mesmas regras de controle que as despesas correntes. Uma reorientação das despesas na direção do gasto produtivo, que estimulasse a geração de bons empregos, seria essencial, pois as políticas de redistribuição compensatórias parecem já estar atingindo seu limite. O gráfico 1 mostra a evolução do investimento, no conceito que inclui obras, instalações e máquinas e equipamentos, mas exclui inversões financeiras e participação societária, e o resultado primário descontado dessa despesa. Nota-se que não há pressão oriunda do gasto com investimento sobre o resultado primário, cujo montante deveria se elevar à custa da redução de uma série de outras despesas primárias e com juros.



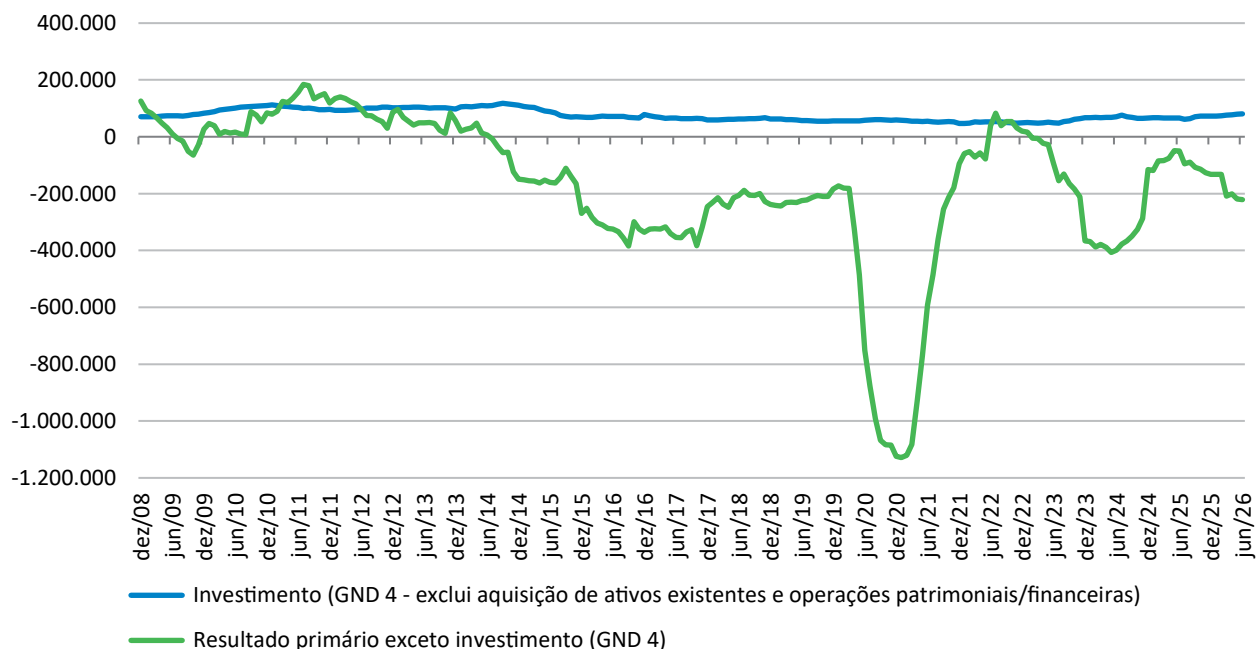
A melhoria do resultado primário contribuiria, certamente, para a redução da taxa de juros. O atual antagonismo entre a política fiscal expansionista e a monetária contracionista estimula o processo inflacionário e a despesa com juros. Mas a taxa de juros não é alta apenas porque o governo apresenta desequilíbrio em seu resultado primário. Conforme se observa no gráfico 2, houve períodos em que, mesmo com elevados superávits primários, a taxa de juros média sobre os títulos públicos se manteve em patamares elevados (até meados de 2012); caiu durante a pandemia mesmo com a deterioração do resultado fiscal e se acelerou mesmo durante o período de supe-

ravit observado em 2022. Não há, portanto, uma correlação tão forte entre resultado primário e a curva da taxa de juros na economia brasileira nas últimas décadas.

Porém, seria mais adequado utilizar nesta comparação o custo médio das emissões de novos títulos por parte do Tesouro Nacional. Nesse caso, conseguimos observar se as mudanças no resultado fiscal influem, de forma mais imediata, sobre a taxa de juros que o Tesouro pratica para captar recursos e financiar seu déficit ou rolar a sua dívida. A série temporal é mais curta, e vamos realizar a análise a partir dos dados de 2016, quando a tendência de déficit primário fica mais evidente. Novamente obser-

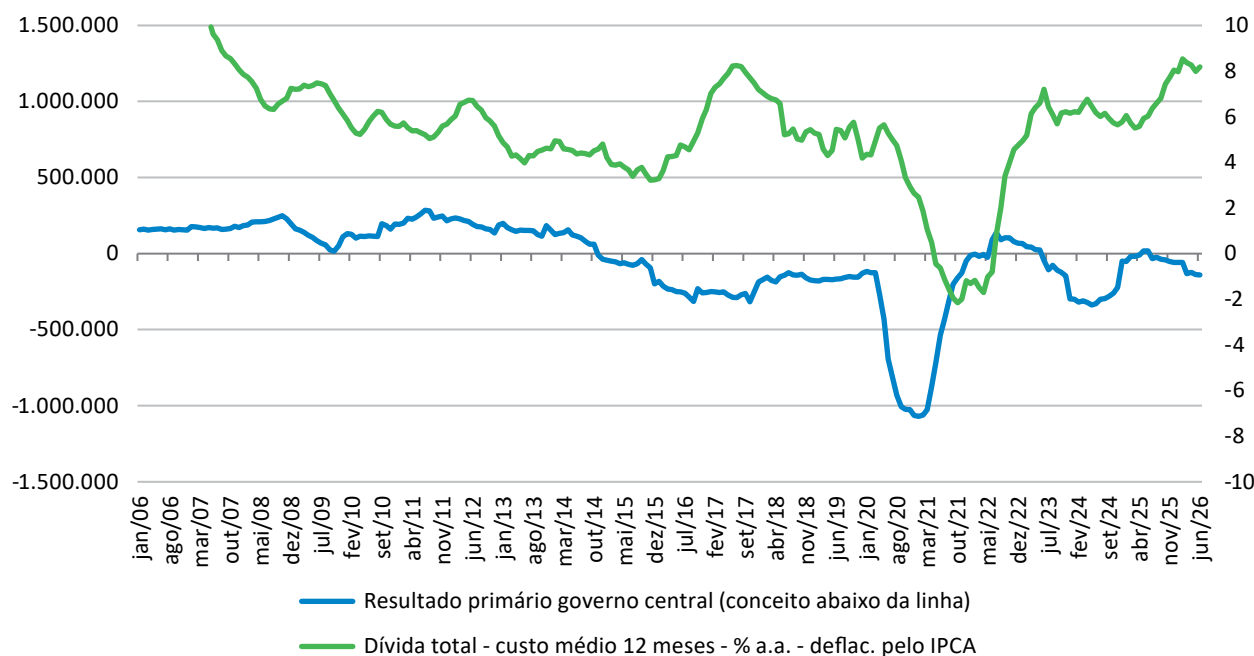
Concluindo, um ajuste das contas primárias que possibilite aumentar o investimento e conter a evolução da dívida é bem-vindo, mas não bastará para reduzir a taxa de juros se a meta de inflação permanecer no patamar impraticável de 3%

Gráfico 1: Investimento¹ e resultado primário (conceito abaixo da linha) do governo central (descontado da despesa com investimento) – valores acumulados em 12 meses, em R\$ milhões, a preços de junho de 2026 – corrigidos pelo IPCA



Fonte: Tesouro Nacional.

Gráfico 2: Resultado primário do governo federal (conceito abaixo da linha), valores acumulados em 12 meses, em R\$ milhões, a preços de junho de 2026, e custo médio real da dívida pública federal interna em títulos, em % ao ano (a.a.) (deflator: IPCA)



Fonte: Tesouro Nacional.

vamos que a taxa de juros oscila mais que o resultado primário, que na maior parte do período permanece negativo; as mesmas tendências foram observadas. Atualmente o resultado primário é negativo, porém melhor que há dois anos, e a taxa de juros real que o Tesouro paga sobre novos títulos (ainda que calculada *ex post*) permanece se elevando.

Podemos também comparar a evolução da dívida pública em títulos, sob o mesmo conceito em que foi estimado o custo médio de emissão (dívida pública mobiliária federal interna), e observar se a taxa se acelera em função de tal alta (ainda que o próprio comportamento da taxa de juros influa

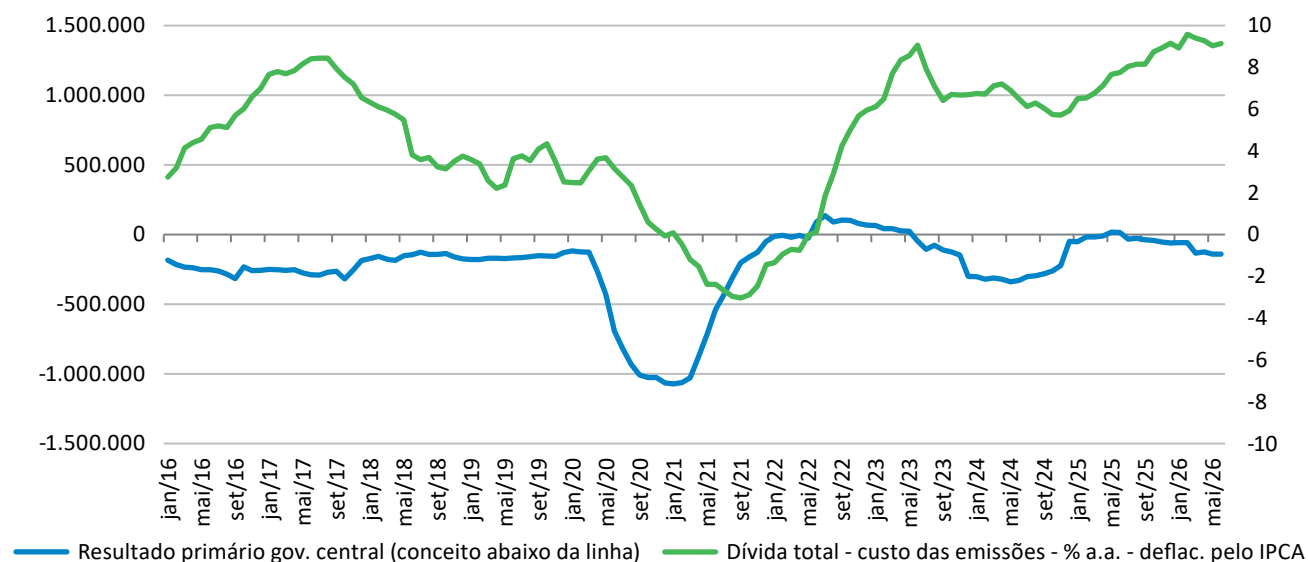
sobre essa dinâmica). Não parece haver correlação acentuada, à exceção dos últimos anos. Portanto, devem existir outros fatores que também influem sobre o comportamento da taxa de juros, para além do resultado primário e da própria dívida em títulos.

Certamente o comportamento da inflação é um deles. A taxa de juros é o principal instrumento utilizado para controlar a demanda por bens e serviços com preços definidos pelo mercado e para evitar a depreciação da taxa de câmbio; quanto maior a diferença entre a taxa de inflação observada e a meta, maior será a taxa de juros, como sabemos. O gráfico 5 mostra a diferença, em pontos percentu-

ais, entre a taxa de inflação observada e a meta (quando a primeira é superior, a diferença é maior que 1 no gráfico). Nota-se que, para o período a partir de 2016, e exce- tuando a época da pandemia, a taxa de juros subiu quando tal diferença era positiva e prolongada, como nos últimos anos, e reduziu-se quando a diferença foi negativa. Pode parecer óbvio, mas neste contexto de discussão sobre a influência do ajuste fiscal sobre a inflação é importante destacar este fato para a análise a seguir.

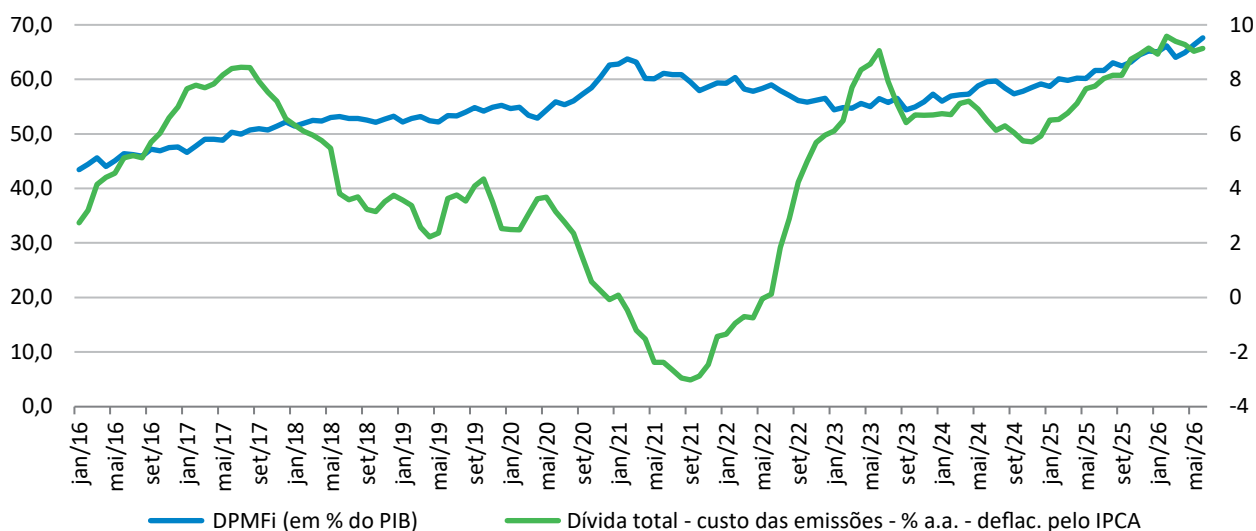
Portanto, o ajuste fiscal poderá não gerar uma redução acentuada da taxa de juros se a inflação estiver distante da meta. Lembremos que nem sempre a inflação é cau-

Gráfico 3: Resultado primário do governo federal (conceito abaixo da linha), valores acumulados em 12 meses, em R\$ milhões, a preços de junho de 2026, e custo médio real dos títulos emitidos da dívida pública federal interna, em % (deflator: IPCA)



Fonte: Tesouro Nacional.

Gráfico 4: Dívida pública mobiliária federal interna em títulos (em % do PIB)² e custo médio real dos títulos emitidos da dívida pública federal interna, em % a.a. (deflator: IPCA)



Fontes: Tesouro Nacional e Banco Central.

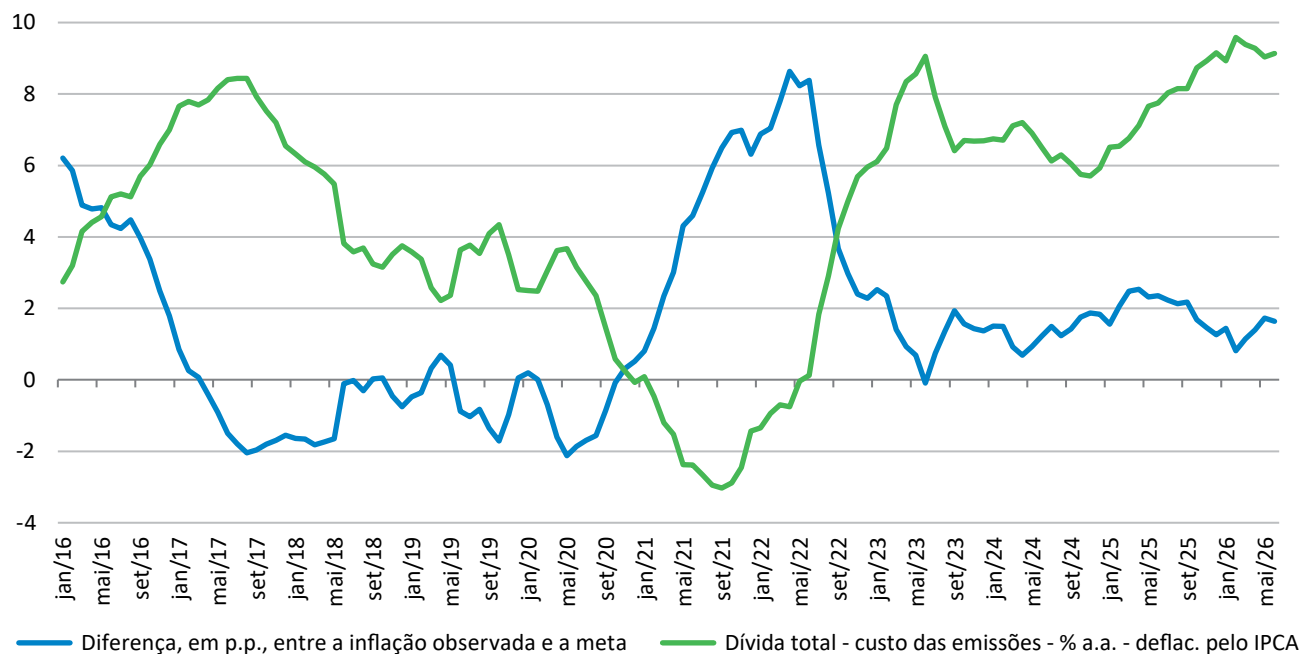
sada por fatores associados à demanda e, se considerarmos que a meta de inflação brasileira (3%) se encontra em um patamar irrealista, dificilmente a taxa de juros cairá

significativamente, mesmo com a realização de um ajuste fiscal.

A composição da dívida pública explicita quanto as políticas fiscal e monetária estão emaranhadas.

Uma alta da taxa de juros para combater a inflação contamina a dívida pública independentemente do resultado fiscal, porque a taxa de juros utilizada para controlar a inflação é

Gráfico 5: Diferença, em pontos percentuais, entre a taxa de inflação observada e a meta de inflação, e custo médio real dos títulos emitidos da dívida pública federal interna, em % a.a. (deflator: IPCA)



Fontes: Tesouro Nacional e Banco Central.

a mesma que o Tesouro emprega para financiar parcela relevante de sua dívida (aproximadamente 45% da dívida em títulos em poder do público é corrigida pela Selic, sendo que as emissões de títulos no período abril-junho vinculadas a esta taxa correspondem a pouco mais de 60% do total). É uma distorção significativa herdada do período hiperinflacionário do país, e que necessita ser eliminada compassadamente, mas sem adiamentos. Num quadro em que a política fiscal e a monetária atuam em sentidos antagônicos, a pressão dessa característica singular sobre a dívida pública é ainda maior; não é à toa que o endividamento do governo esteja se acelerando tão rapidamente.

Concluindo, um ajuste das contas primárias que possibilite aumentar o investimento e conter a evolução da dívida é bem-vindo (o equilíbrio fundamental é o das despesas correntes, mas a princípio um superávit será importante, dada a evolução da dívida e a necessidade de alterar a meta de inflação), mas não bastará para reduzir a taxa de juros se a meta de inflação permanecer no patamar impraticável de 3%. A dívida pública continuará crescendo, e ainda mais se não tiver início a desvinculação entre as taxas de juros da política monetária e da fiscal. Se quisermos que o país volte a crescer de forma sustentada, sem pressionar a inflação e a dívida pública, estas três medidas têm que ser adotadas con-

juntamente. O próprio ajuste ajudará a dismantlar esta institucionalidade do financiamento da dívida e facilitará a adoção de uma meta de inflação mais realista (4% ao ano); mas, por si só, não fará milagres. ■

¹O investimento considerado corresponde ao conceito GND-4, que inclui despesas orçamentárias com *softwares* e com o planejamento e a execução de obras, inclusive com a aquisição de imóveis considerados necessários à realização destas últimas, e com a aquisição de instalações, equipamentos e material permanente. Não inclui a aquisição de bens já em uso ou de títulos representativos de capital de empresas já constituídas, sem gerar nova formação bruta de capital de imediato.

²Segundo o Banco Central, a dívida pública mobiliária federal interna corresponde à soma da dívida mobiliária do Tesouro Nacional, das dívidas securitizadas e TDA e dos títulos de dívida em poder de não residentes, denominados e liquidados em reais (classificados como dívida externa).